



华安证券

HUAAN SECURITIES

证券研究报告

最坏时刻已过，积极关注出海与国内复苏 ——创新产业链25H2投资策略

分析师：谭国超(S0010521120002)

杨馥瑗(S0010524080001)

2025年7月21日



CXO投资策略

- CXO行业内生动能的本质驱动是终端需求，随着产能与需求的动态协调推动周期变化。近两年行业需求仍有待修复，产能相对过剩，供需矛盾依旧存在，从周期角度看仍处于拐点待向上阶段。展望2025年及后续几年，1) 需求端随着全球步入降息周期，已逐步复苏，业绩端陆续兑现；2) 供给端因部分头部企业放缓扩产进程，中小企业部分关停，产能持续去化，行业整体趋向动态平衡发展；3) 业绩端，2025年部分企业大订单高基数影响已基本消化出清，CXO行业将进入平稳增长阶段。
- 外部宏观环境有所缓解，估值陆续修复。25年4月受关税政策冲击，部分出海CXO公司出现较大幅度回撤。从业务层面看，CRO业务属服务类业务，不受商品关税影响；CDMO特别是商业化项目直发美国市场的占比较少，预计影响有限。供应链的转移非一朝一夕能够落地的。目前看出海CXO仍然是增长确定性更强的，同时部分企业已积极采取措施以规避风险，如剥离美国受限业务，以欧洲、东南亚作为国际化产能新方向等。随着中美关税的边际缓和，CXO企业已逐步迎来估值修复。
- 关注内需修复及行业出清后集中度提升。国内创新药支持政策频出，行业需求有望逐步回暖。同时H股市场的回暖、科创板第五套标准的重启、创新药BD的火热等均为早期研发的需求复苏提供新动能。此外国内CXO企业经历几年需求遇冷、价格竞争，倒逼企业降本增效，成本结构的改善具有持续性。目前价格竞争已趋缓，企业利润率水平有望逐步回升。
- 海外加速成长，业绩稳定：药明康德、凯莱英、皓元医药等；
- 内需改善优先修复：泰格医药、普蕊斯、诺思格、药康生物、百普赛斯、昭衍新药、纳微科技等；
- 其他：阳光诺和等。



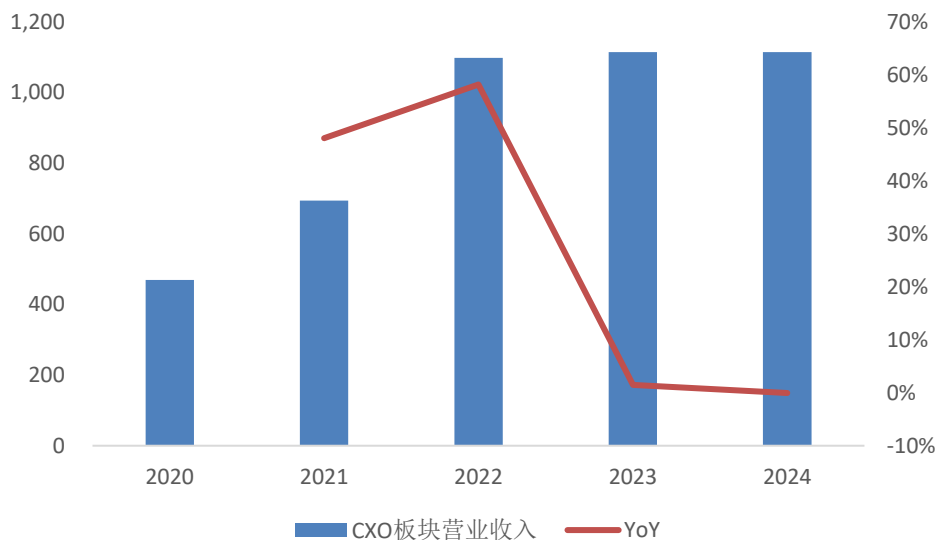
- 1 业绩短期承压，已呈现环比改善趋势
- 2 2025经营端展望：海外持续修复，国内逐步企稳复苏
- 3 2025投资建议：高基数出清，CXO估值底部，情绪回暖支撑估值提升



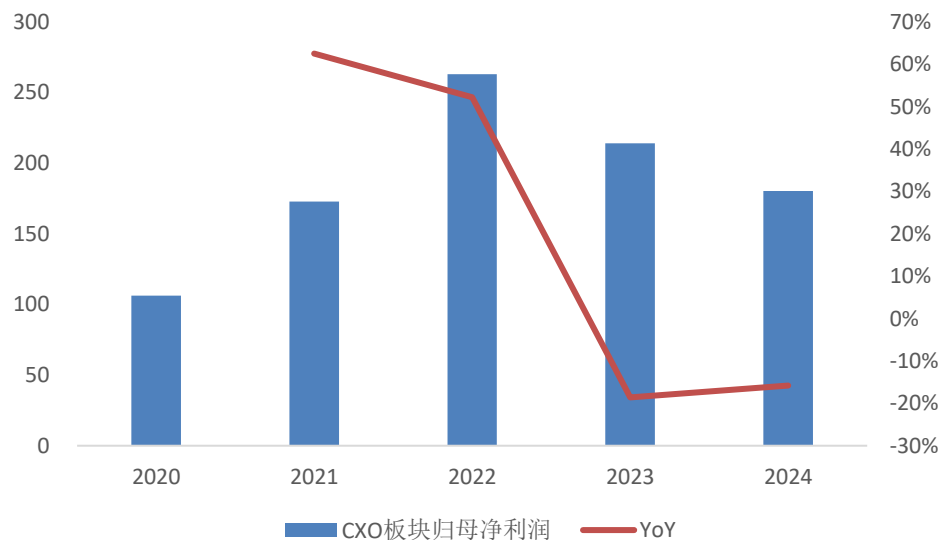
业绩短期承压，已呈现环比改善趋势

- 我们以24家CXO公司为例（具体样本公司见下页），2024年板块整体实现营业收入1114.23亿元，同比下降-0.05%；归母净利润180.29亿元，同比下降15.81%。表观业绩增速放缓，我们认为有多项因素导致，1) 2023年部分大订单交付等因素，同期业绩相对高基数，如药明康德、凯莱英、博腾股份等；2) 生物医药投融资波动等影响，需求减弱；3) 行业竞争加剧，部分企业面临价格压力，增速放缓，盈利能力有所下降。
- 但单季度看，多数公司已自24年二季度开始呈现环比改善趋势。

CXO板块公司收入表现（亿元）



CXO板块公司利润表现（亿元）





业绩短期承压，已呈现环比改善趋势

CXO公司业绩增速情况

		营业收入单季度同比增速					归母净利润单季度同比增速				
		24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
603259.SH	药明康德	-11%	-7%	-2%	7%	21%	-10%	-27%	-17%	91%	89%
300759.SZ	康龙化成	-2%	1%	10%	16%	16%	-34%	102%	-13%	-20%	33%
002821.SZ	凯莱英	-38%	-45%	-18%	15%	10%	-55%	-79%	-60%	306%	16%
300347.SZ	泰格医药	-8%	-11%	-12%	-11%	-6%	-59%	-69%	-35%	-381%	-30%
603456.SH	九洲药业	-16%	-14%	-9%	26%	1%	-16%	-30%	-55%	-137%	6%
300363.SZ	博腾股份	-51%	-30%	11%	41%	18%	-131%	-171%	-188%	-56%	-95%
688202.SH	美迪西	-43%	-38%	-10%	29%	3%	-137%	-151%	14%	36%	-61%
688131.SH	皓元医药	21%	19%	14%	29%	20%	-64%	10%	213%	527%	272%
300725.SZ	药石科技	-2%	-20%	-14%	29%	21%	-14%	-12%	-18%	103%	-28%
603127.SH	昭衍新药	-12%	-18%	-16%	-13%	-12%	-245%	-206%	-58%	108%	-115%
300149.SZ	睿智医药	-13%	-20%	-12%	-14%	11%	1%	-473%	-108%	-81%	-126%
688621.SH	阳光诺和	9%	36%	53%	-33%	-8%	52%	8%	11%	-321%	-59%
688076.SH	诺泰生物	71%	147%	36%	15%	59%	216%	672%	147%	-24%	130%
301333.SZ	诺思格	10%	0%	12%	-7%	-3%	-20%	-38%	-35%	52%	13%
301096.SZ	百诚医药	34%	18%	-32%	-74%	-40%	42%	0%	-91%	-376%	-153%
301257.SZ	普蕊斯	17%	10%	2%	-3%	-4%	-10%	-12%	-55%	1%	-67%
300404.SZ	博济医药	62%	35%	70%	-6%	-17%	41%	132%	143%	-1201%	-76%
688222.SH	成都先导	54%	1%	15%	2%	-1%	-248%	-125%	60%	-5%	103%
688238.SH	和元生物	93%	1%	33%	-5%	-11%	33%	445%	191%	132%	41%
688117.SH	圣诺生物	28%	3%	18%	-18%	77%	17%	-13%	140%	-119%	186%
688710.SH	益诺思	17%	13%	2%	8%	-29%	-13%	-20%	-44%	8%	-90%

资料来源：iFind，华安证券研究所



业绩短期承压，已呈现环比改善趋势

CXO公司业绩增速情况

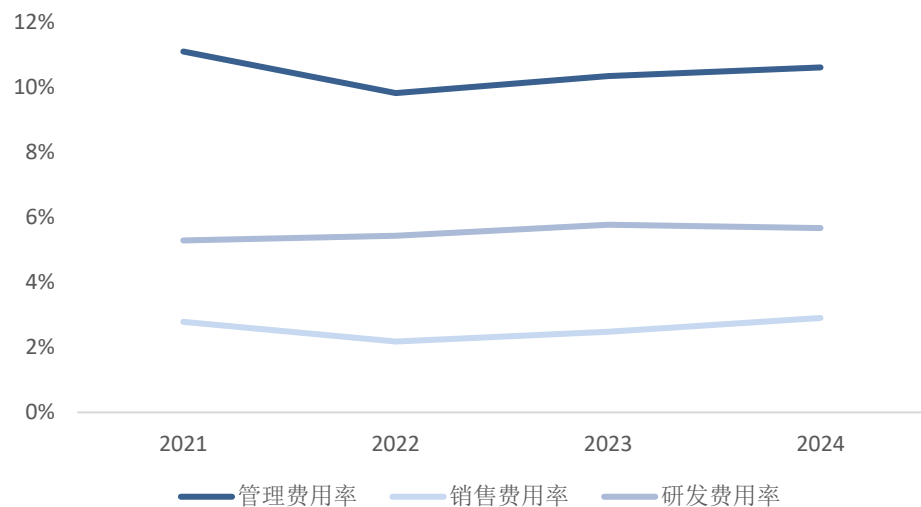
		营业收入单季度环比增速				归母净利润单季度环比增速			
		24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
603259.SH	药明康德	16%	13%	10%	-16%	18%	0%	27%	26%
300759.SZ	康龙化成	10%	10%	8%	-10%	283%	-65%	20%	-18%
002821.SZ	凯莱英	-7%	11%	15%	-7%	-23%	-3%	13%	37%
300347.SZ	泰格医药	2%	1%	-10%	2%	10%	24%	-227%	-141%
603456.SH	九洲药业	-13%	-7%	0%	25%	1%	-35%	-116%	-1110%
300363.SZ	博腾股份	0%	15%	15%	-10%	-21%	-52%	123%	-95%
688202.SH	美迪西	1%	7%	-16%	13%	-13%	79%	246%	-93%
688131.SH	皓元医药	9%	2%	16%	-7%	220%	36%	-20%	7%
300725.SZ	药石科技	-3%	4%	46%	-19%	-1%	-33%	165%	-59%
603127.SH	昭衍新药	61%	-7%	41%	-58%	-138%	-3%	45%	-72%
300149.SZ	睿智医药	-2%	10%	-1%	4%	47%	-103%	-13396%	-104%
688621.SH	阳光诺和	23%	14%	-54%	43%	4%	-22%	-151%	-198%
688076.SH	诺泰生物	34%	-12%	-11%	52%	142%	-23%	-56%	182%
301333.SZ	诺思格	14%	-9%	0%	-5%	54%	-27%	115%	-53%
301096.SZ	百诚医药	43%	-37%	-59%	60%	69%	-91%	-2711%	-87%
301257.SZ	普蕊斯	14%	-5%	5%	-16%	42%	-46%	97%	-78%
300404.SZ	博济医药	4%	23%	-13%	-25%	-18%	-4%	-210%	-127%
688222.SH	成都先导	-19%	19%	24%	-17%	-127%	-632%	7%	33%
688238.SH	和元生物	-10%	32%	-9%	-18%	69%	7%	73%	-55%
688117.SH	圣诺生物	-9%	46%	-15%	56%	-68%	561%	-120%	-781%
688710.SH	益诺思	5%	-11%	-6%	-19%	-32%	-4%	-60%	-63%



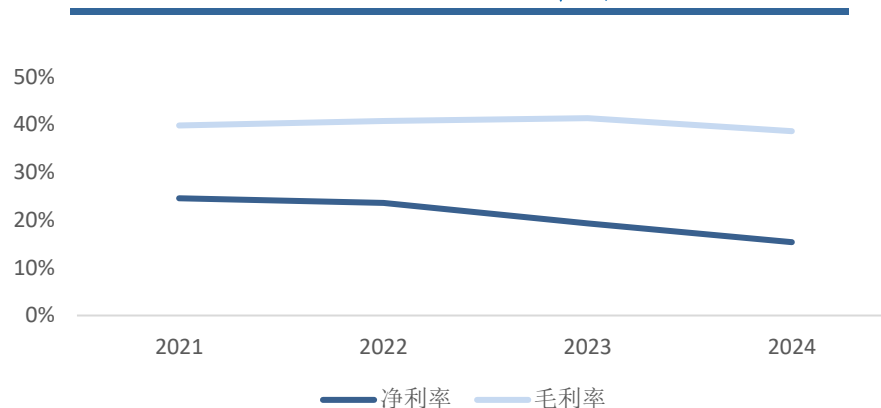
利润端承压，部分企业已开展降本增效，静待修复

- 整体看，CXO板块公司毛利率与净利率水平自2023年开始有所下滑。我们认为由多方面因素共同影响：1) 部分企业大订单交付完成，逐步回归常规业务。2) 生物医药领域投融资波动，同时行业竞争加剧，部分企业业务毛利率受到影响。3) 费用方面，部分企业为推动市场开拓/订单获取，加大销售费用投入；部分企业股权激励费用支出较多，管理费用加大；研发持续高投入。4) 部分企业布局新兴业务领域或投入新产能建设，拖累利润表现。

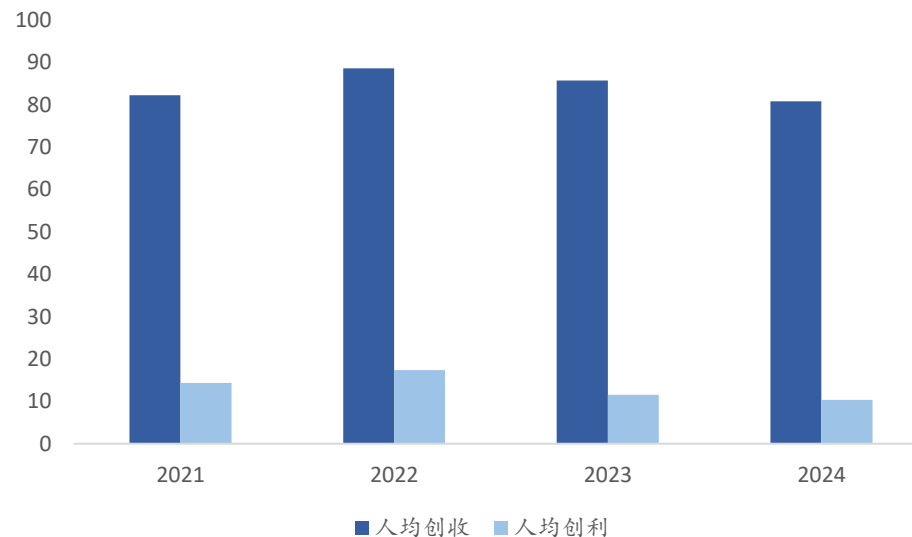
CXO板块期间费用率情况



CXO板块盈利水平情况



CXO板块人均创收及人均创利情况（万元）





利润端承压，部分企业已开展降本增效，静待修复

CXO公司毛利率与净利率情况

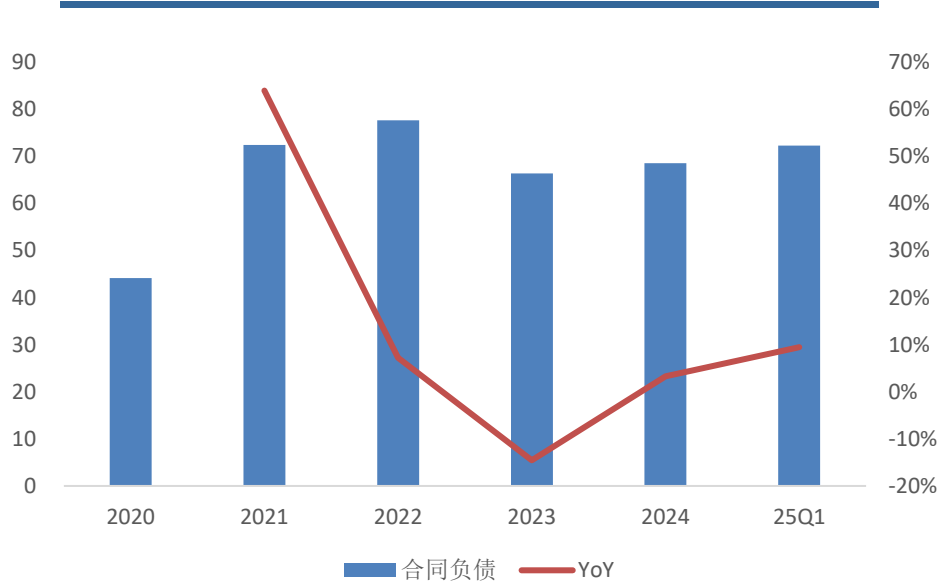
		毛利率(%)				净利率(%)			
		2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
603259.SH	药明康德	36.29	37.30	41.18	41.48	22.43	22.62	24.05	24.38
2269.HK	药明生物	46.93	44.04	40.08	40.97	34.10	29.80	20.96	21.13
2268.HK	药明合联	36.48	26.36	26.35	30.60	17.65	15.72	13.35	26.40
300759.SZ	康龙化成	35.99	36.71	35.75	34.24	21.76	13.17	13.71	13.96
002821.SZ	凯莱英	44.33	47.37	51.16	42.36	23.05	32.13	28.76	16.12
300347.SZ	泰格医药	43.55	39.64	38.58	33.95	65.06	32.06	29.12	6.78
603456.SH	九洲药业	33.33	34.66	37.66	33.78	15.61	16.91	18.67	11.76
300363.SZ	博腾股份	41.36	51.96	40.69	24.59	15.32	27.53	4.79	-12.15
688202.SH	美迪西	45.34	40.79	23.77	6.31	24.39	20.39	-2.43	-31.88
688131.SH	皓元医药	54.12	51.44	45.17	47.97	19.66	14.11	6.72	8.72
300725.SZ	药石科技	48.13	45.48	42.52	38.06	41.92	20.44	11.44	13.00
603127.SH	昭衍新药	48.73	47.90	42.62	28.43	36.69	47.32	16.48	3.46
300149.SZ	睿智医药	31.69	25.42	25.94	21.80	-23.78	27.32	-80.55	-23.35
688621.SH	阳光诺和	53.41	55.49	56.68	50.18	22.04	23.36	19.62	15.67
688076.SH	诺泰生物	55.76	57.57	60.97	67.68	16.90	18.85	16.01	24.61
301333.SZ	诺思格	38.32	36.85	39.79	37.09	16.49	17.93	22.58	19.06
301096.SZ	百诚医药	67.26	67.37	65.53	51.98	29.65	31.95	26.74	-6.60
301257.SZ	普蕊斯	26.08	27.29	30.41	24.38	11.49	12.35	17.73	13.24
300404.SZ	博济医药	43.22	37.93	33.34	30.38	13.42	6.92	4.89	4.13
688222.SH	成都先导	47.02	47.67	49.25	51.86	20.38	7.73	11.00	11.69
688238.SH	和元生物	51.34	44.41	-6.55	-37.81	21.28	13.40	-62.41	-129.83
688117.SH	圣诺生物	71.97	65.47	63.76	57.97	15.85	16.30	16.17	10.93
301230.SZ	泓博医药	38.69	36.87	30.88	23.86	16.42	14.03	7.68	3.14
688710.SH	益诺思	38.38	40.25	43.62	33.62	14.53	13.69	17.48	11.96



合同负债短期有所波动，2024略有回升

- 合同负债短期有所波动，2024年整体略有回升。2024年CXO板块公司整体合同负债达68.55亿元，相较于2024年底上涨3.28%。
- 其中，合同负债体量较大的有药明康德（22.51亿）、康龙化成（8.35亿）、昭衍新药（8.27亿）。
- 增速较快的有诺泰生物（+630%）、圣诺生物（+182%）、药石科技（+72%）。

CXO板块合同负债情况（亿元）



CXO公司合同负债（亿元）

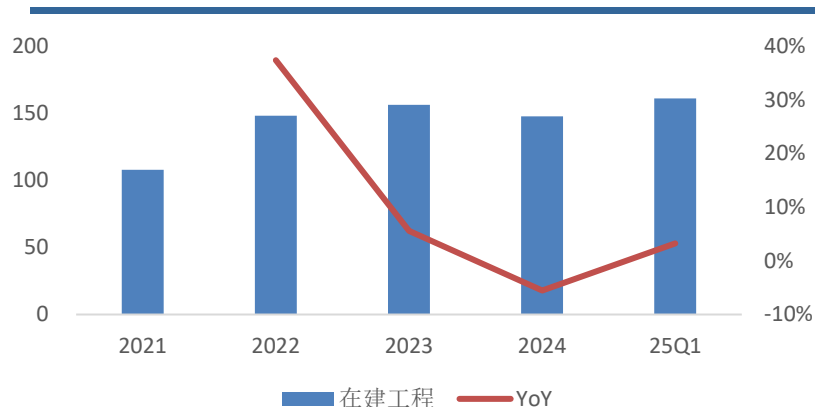
	2021	2022	2023	2024	25Q1	2024同比增速
603259.SH 药明康德	29.86	24.97	19.55	22.51	8.59	15%
300759.SZ 康龙化成	6.80	8.32	7.41	8.35	3.53	13%
002821.SZ 凯莱英	1.31	2.77	2.21	2.70	8.09	22%
300347.SZ 泰格医药	7.90	9.40	6.80	7.91	0.83	16%
603456.SH 九洲药业	0.50	0.83	0.75	0.70	1.11	-8%
300363.SZ 博腾股份	0.64	0.74	0.58	1.01	0.62	76%
688202.SH 美迪西	1.52	0.86	0.63	0.65	0.70	4%
688131.SH 皓元医药	0.23	0.59	0.65	0.71	0.98	8%
300725.SZ 药石科技	0.28	0.39	0.33	0.56	8.71	72%
603127.SH 昭衍新药	9.72	12.95	11.52	8.27	0.40	-28%
300149.SZ 睿智医药	0.55	0.74	0.73	0.39	3.93	-46%
688621.SH 阳光诺和	2.00	2.06	2.21	3.21	0.19	46%
688076.SH 诺泰生物	0.26	0.07	0.08	0.61	2.21	630%
301333.SZ 诺思格	1.51	1.83	2.00	2.35	1.16	17%
301096.SZ 百诚医药	0.71	0.63	0.74	1.12	1.38	52%
301257.SZ 普蕊斯	0.92	1.15	1.58	1.32	2.26	-17%
300404.SZ 博济医药	1.53	1.60	1.74	1.93	0.23	11%
688222.SH 成都先导	0.25	0.18	0.31	0.17	0.25	-45%
688238.SH 和元生物	0.38	0.20	0.35	0.30	0.26	-14%
688117.SH 圣诺生物	0.15	0.18	0.10	0.27	0.05	182%
301230.SZ 泓博医药	0.06	0.01	0.02	0.03	3.32	41%
688710.SH 益诺思	5.34	7.22	6.07	3.47	23.50	-43%



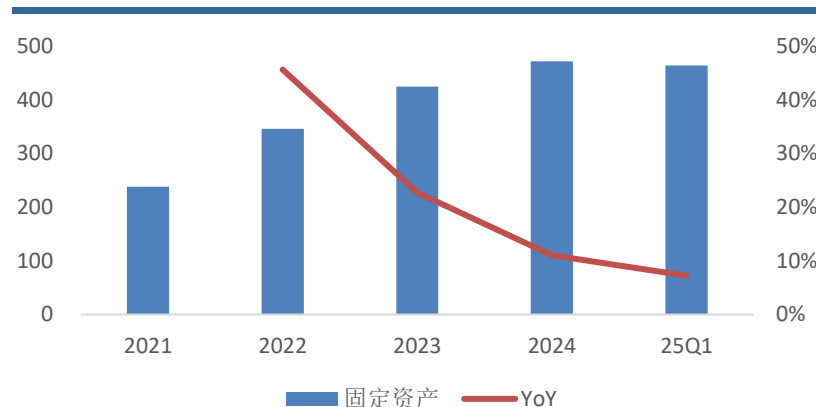
供给端产能持续去化，供需逐步趋于动态平衡

- **产能建设进展逐步放缓。**截止2024年末，CXO板块公司在建工程达147.52元，同比下降5.53%；固定资产达471.04亿元，同比增长11.01%。在建工程增速进一步放缓。
- 固定资产截至2024年末，体量较大的有药明康德（188亿）、康龙化成（78亿）、凯莱英（40亿）。相较于2023年末增速较快的圣诺生物（+82%）、益诺思（+38%）、普蕊斯（+36%）。
- 在建工程截至2024年末，体量较大的有药明康德（60亿）、康龙化成（23亿）、凯莱英（19亿）。相较于2023年末增速较快的有益诺思（+487%）、成都先导（+103%）、诺泰生物（+82%）。

CXO板块在建工程情况（亿元）



CXO板块固定资产情况（亿元）



时间	公司	公告
2024年12月	博腾股份	发布《关于拟变更部分募集资金用途的公告》，由于公司目前已拥有的研发和生产产能可以满足现阶段的业务需求，为提高募集资金使用效率，拟终止“新药服务外包基地研发中心建设项目（二期）”。
2024年4月	博济医药	考虑医药投融资环境以及市场环境的影响，避免产能过剩，发布《关于部分募投项目终止及部分募投项目延期的公告》，降低募集资金投资风险。
2024年4月	康龙化成	关闭上海地区实验室，整合上海和宁波/北京地区的实验室服务业务，增加规模效应。
2023年8月	美迪西	发布《关于调整募集资金投资项目拟投入募集资金金额的公告》，减少对“美迪西北上海生物医药研发创新产业基地项目”等项目的投入。调整后实际拟投入募金额9.85亿元低于原拟使用募集资金投入金额21.6亿元。
2023年8月	药石科技	综合公司的发展规划、资金状况等因素，公司决定12亿元在南京江北新区生物医药谷购置土地、建设创新药物工艺开发及中试平台项目。



供给端产能持续去化，供需逐步趋于动态平衡

CXO公司在建工程及固定资产情况（亿元）

证券代码	公司简称	在建工程						固定资产					
		2021	2022	2023	2024	25Q1	2024同比增速	2021	2022	2023	2024	25Q1	2024同比增速
603259.SH	药明康德	57.72	74.73	69.82	59.66	63.75	-15%	85.54	141.71	171.90	187.84	184.09	9%
300759.SZ	康龙化成	13.74	16.71	26.33	22.54	24.62	-14%	39.23	56.65	64.97	78.09	77.90	20%
002821.SZ	凯莱英	10.47	10.72	13.31	18.67	19.88	40%	22.44	36.22	39.13	39.74	39.24	2%
300347.SZ	泰格医药	2.17	1.86	3.24	4.21	4.43	30%	4.38	5.66	6.39	7.78	7.76	22%
603456.SH	九洲药业	4.51	7.98	11.16	15.06	15.45	35%	21.70	22.91	25.05	26.91	26.27	7%
300363.SZ	博腾股份	3.42	10.29	6.93	4.37	5.03	-37%	17.48	21.20	28.75	30.73	30.03	7%
688202.SH	美迪西	1.01	1.40	1.43	1.69	1.74	19%	4.11	5.77	6.73	6.06	5.86	-10%
688131.SH	皓元医药	1.16	2.47	1.52	2.73	3.01	79%	2.30	6.23	8.75	8.73	8.53	0%
300725.SZ	药石科技	5.75	3.58	2.56	2.33	2.41	-9%	5.96	13.04	14.95	14.47	14.18	-3%
603127.SH	昭衍新药	1.27	2.78	3.42	3.69	3.95	8%	4.93	5.90	5.83	6.97	6.77	19%
300149.SZ	睿智医药	2.36	0.64	0.08	0.13	0.16	63%	6.71	3.19	3.74	3.34	3.22	-11%
688621.SH	阳光诺和	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00	/	0.87	1.43	1.59	1.58	1.53	-1%
688076.SH	诺泰生物	0.30	1.56	1.83	3.31	6.47	82%	6.65	8.07	11.96	15.17	15.19	27%
301333.SZ	诺思格	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	/	0.22	0.35	0.30	0.38	0.37	24%
301096.SZ	百诚医药	1.04	5.46	4.48	2.06	2.13	-54%	4.47	5.22	12.91	16.22	16.10	26%
301257.SZ	普蕊斯	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	/	0.07	0.09	0.11	0.14	0.13	36%
300404.SZ	博济医药	0.11	0.92	1.21	0.00	0.00	-100%	2.08	2.04	2.09	2.31	2.26	11%
688222.SH	成都先导	0.00	0.00	0.23	0.48	0.64	103%	2.82	2.64	2.55	2.60	2.54	2%
688238.SH	和元生物	1.92	5.73	3.46	0.71	0.79	-79%	0.91	1.98	10.46	13.18	12.98	26%
688117.SH	圣诺生物	0.50	0.84	2.74	3.49	3.71	27%	1.84	1.99	2.08	3.78	3.76	82%
301230.SZ	泓博医药	0.25	0.27	2.00	0.01	0.01	-99%	1.10	1.43	1.88	1.99	1.95	6%
688710.SH	益诺思	0.00	0.00	0.41	2.39	2.76	487%	1.73	2.08	2.19	3.03	3.03	38%

资料来源：iFind，华安证券研究所



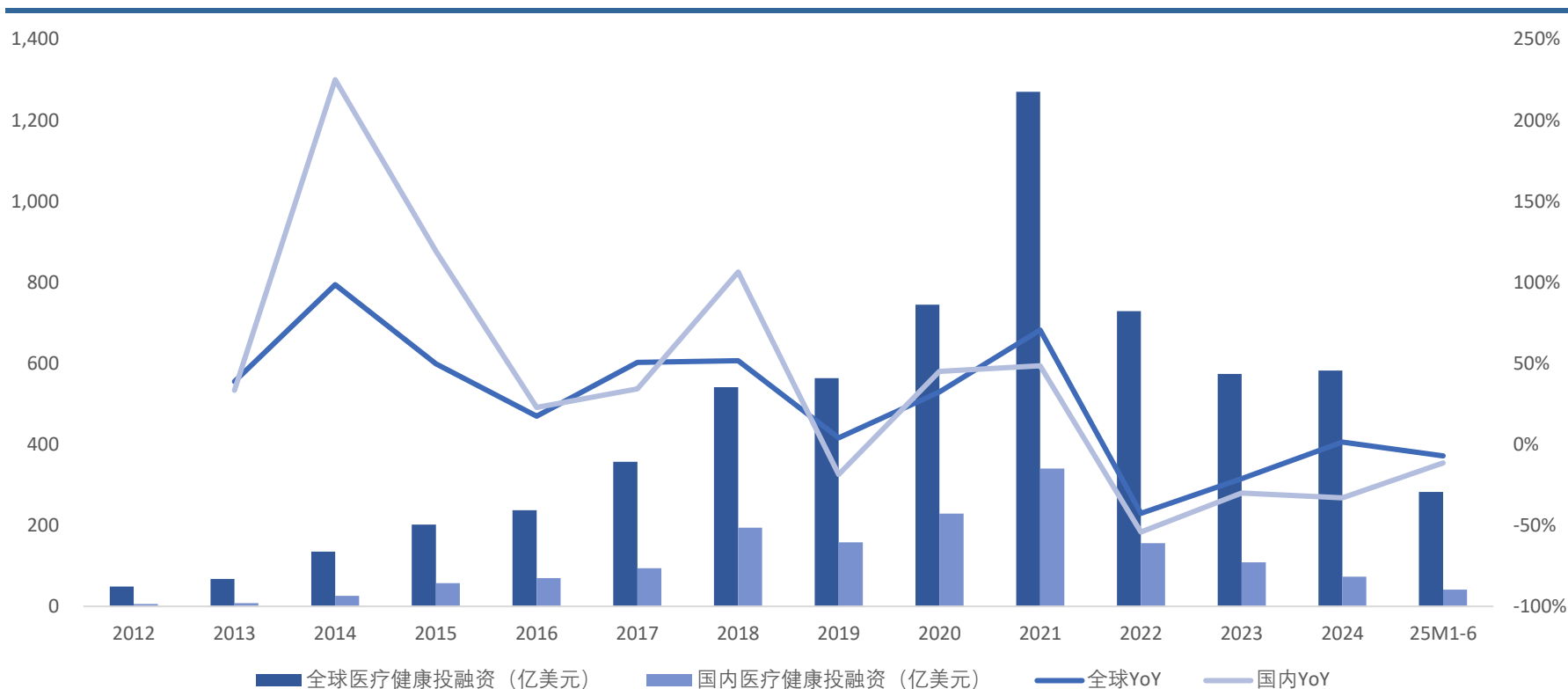
- 1 业绩短期承压，已呈现环比改善趋势
- 2 2025经营端展望：海外持续修复，国内逐步企稳复苏
- 3 2025投资建议：高基数出清，CXO估值底部，情绪回暖支撑估值提升



全球医疗健康投融资企稳，国内有所改善

- 根据动脉橙，2024年全球医疗健康领域累计融资582亿美元，相较于2023年同比改善1%。2025年1-6月全球投融资保持稳定，实现融资金额283亿美元，同比下降7%。
- 国内整体仍有待修复。2024年发生投融资73亿美元，同比下降33%，25年1-6月发生投融资41亿美元，同比下降11%。

医疗健康领域投融资情况（亿美元，%）





国内创新药支持政策频出，行业需求有望逐步回暖

政策名称	时间	所属部门	主要内容
《关于征求<关于建立新上市化学药品首发价格形成机制 鼓励高质量创新的通知>意见的函》	2024年2月5日	国家医保局	坚持药品价格由市场决定，更好发挥政府作用，整体提高新药挂网效率，支持高质量创新药品获得“与高投入、高风险相符的收益回报”。
《2024政府工作报告》	2024年3月5日	国务院办公厅	明确提出了加快创新药等产业发展
关于对《北京市医疗保障局等9部门北京市支持创新医药高质量发展若干措施(2024)(征求意见稿)》公开征求意见的公告	2024年4月7日	北京市医疗保障局等九部门	支持创新药高质量发展
《深化医药卫生体制改革2024年重点工作任务》	2024年6月6日	国务院办公厅	1.加强医改组织领导；2.推广三明医改经验；3.进一步完善医疗卫生服务体系；4.推动公立医院高质量发展；5.建立多层次医疗保障体系；6.深化药品领域改革创新；7.统筹推进其他重点改革。
《全链条支持创新药发展实施方案》	2024年7月5日	国务院办公厅	发展创新药关系医药产业发展，关系人民健康福祉。要全链条强化政策保障，统筹用好价格管理、医保支付、商业保险、药品配备使用、投融资等政策，优化审评审批和医疗机构考核机制，合力助推创新药突破发展。要调动各方面科技创新资源，强化新药创制基础研究，夯实我国创新药发展根基。
《关于支持生物医药产业全链条创新发展的若干意见》	2024年7月30日	上海市人民政府办公厅	大力提升创新策源能力、推动临床资源更好赋能产业发展、推动审评审批进一步提速、加快创新产品应用推广、加强为企业服务和产业化落地支持、强化投融资支持、释放数据要素资源价值、推动产业国际化发展等八个方面。
《优化创新药临床试验审评审批试点工作方案》	2024年7月31日	国家药监局	优化创新药临床试验审评审批机制，强化药物临床试验申请人主体责任，提升药物临床试验相关方对创新药临床试验的风险识别和管理能力，探索建立全面提升药物临床试验质量和效率的工作制度和机制，实现30个工作日内完成创新药临床试验申请审评审批，缩短药物临床试验启动用时。
《支持创新药高质量发展的若干措施》	2025年6月30日	国家医保局、国家卫生健康委	加大创新药研发支持力度，支持创新药进入基本医保药品目录和商业健康保险创新药品目录，支持创新药临床应用，提高创新药多元支付能力等。

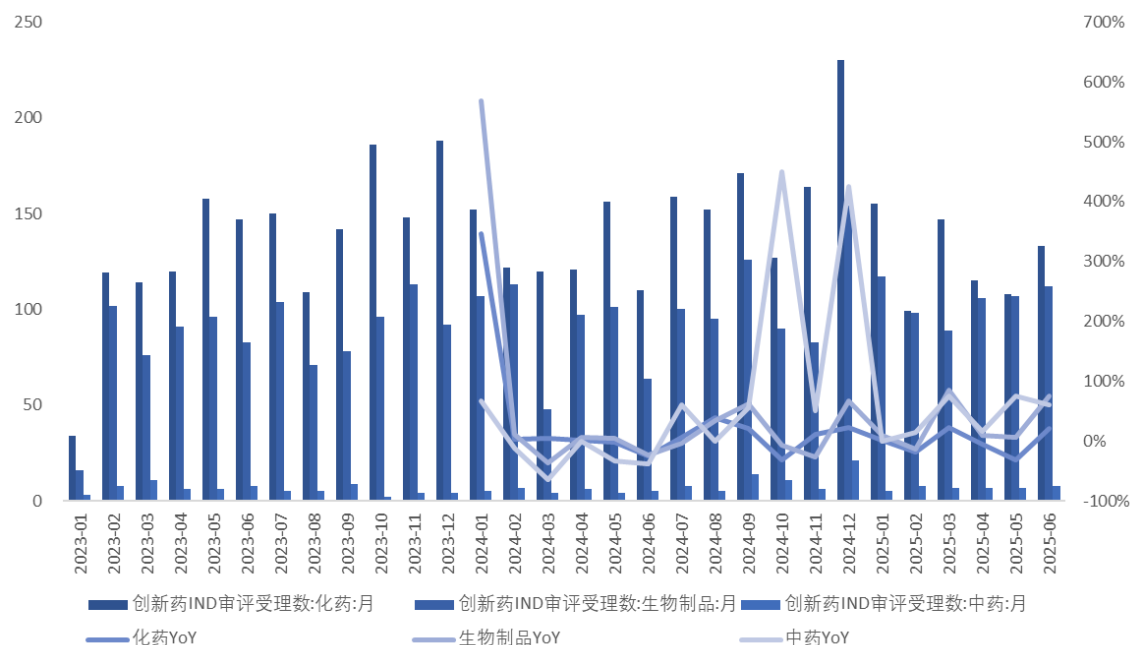
资料来源：各政府官网，华安证券研究所



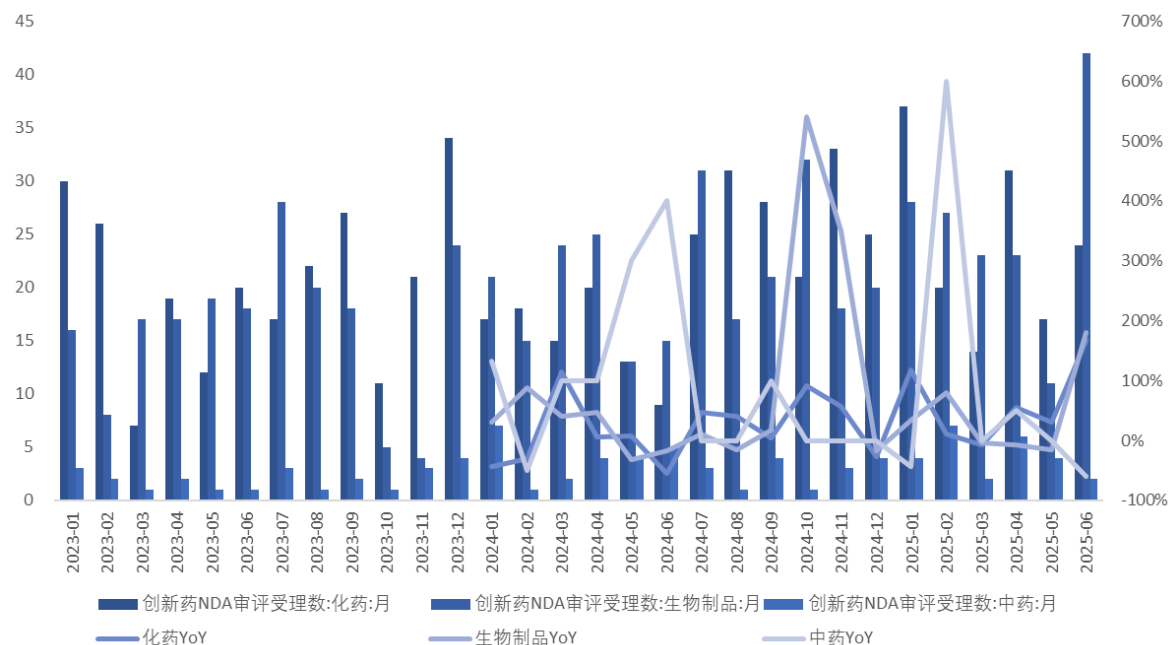
国内创新研发需求刚性，药品注册申请申报量持续增长

- 临床试验需求依旧强劲，药品注册申请申报量持续增长。2024年创新药IND受理数量3058件，同比增加13.09%，25年1-6月创新药IND受理数量1428件，同比增长6%。24年国内NDA申请数量546件，同比增加17.67%；25年1-6月NDA申请322件，同比增加41%。

2020-25M1-6国内IND审评受理情况



2020-25M1-6国内NDA审评受理情况





海外CXO企业年报复盘

类型	公司	关键指标	2024FY业绩指引				2024业绩	趋势	备注
			2023年报所示	2024一季报所修改	2024半年报所修改	2024三季报所修改			
药物发现及临床前CRO	CRL	收入增速	1.0% – 4.0%	1.0% – 4.0%	(4.5)% – (2.5)%	(3.0)%-(2.0)%	(1.9)%	↑↑↑	全球pharma和biotech销售额全年均下降，但biotech收入在24Q4自23Q3以来首次恢复增长。DSA量级齐降。
		GAAP EPS/\$	7.90 – 8.40	7.60 – 8.10	5.65 – 5.95	5.30 - 5.50	0.20	↓↓↓	生物制剂和CDMO商誉减值
CDMO	Lonza	CER sales growth	Flat		Flat		-0.2%	↓	24年新客户数量和项目数量创新高；商业化批次成功率高达99%；CGT早期业务复苏
		CORE EBITDA margin	in high twenties		in high twenties (27–29%)		29%	持平	
临床CRO	IQVIA	收入/\$M（增速）	15400-15650 (2.8%-4.4%)	15325-15575 (2.3%-3.9%)	15425-15525 (2.9%-3.6%)	15350-15400 (2.4%-2.8%)	15405 2.8%	↓↓↑	• 因重大试验推迟下调全年预期，Q3末在手订单创新高 • 《IRA》影响客户决策推迟、可支配支出减少、重新梳理管线 • 2024订单取消量新高（金额+50%） • 竞争激烈，定价有影响
		Adjusted EBITDA/\$M（增速）	3700-3800 (3.7%-6.5%)	3700-3800 (3.7%-6.5%)	3705-3765 (3.8%-5.5%)	3675-3700 (2.9%-3.7%)	3684 3.2%	↓持平	
		Adjusted EPS/\$（增速）	10.95-11.25 (7.4%-10.3%)	10.95-11.25 (7.4%-10.3%)	11.10-11.30 (8.8%-10.8%)	11.10-11.20 (8.8%-9.8%)	11.13 9.1%	↑↓持平	
	MEDPACE	收入/\$M（增速）	2150-2200 (14.0%-16.7%)	2150-2200 (14.0%-16.7%)	2125-2175 (12.7%-15.3%)	2090-2130 (10.8%-12.9%)	2109.1 11.8%	↓↓持平	2024订单取消量创新高
		EBITDA/\$M（增速）	400.0-430.0 (10.3%-18.6%)	415.0-445.0 (14.5%-22.8%)	430.0-460.0 (18.6%-26.9%)	450.0-470.0 (24.1%-29.7%)	480.2 32.5%	↑↑↑	
		Net Income/\$M（增速）	326.0-348.0 (15.3%-23.1%)	347.0-369.0 (22.7%-30.5%)	361.0-383.0 (27.7%-35.4%)	376.0-388.0 (33.0%-37.2%)	404.4 43.0%	↑↑↑	
	ICON	收入/\$M（增速）	8400-8800 (3.4%-8.4%)	8480-8720 (4.4%-7.4%)	8450-8550 (4.1%-5.3%)	8260-8300 (1.7%-2.2%)	8282 2.0%	↓持平	对未来几个季度生物技术领域的复苏持谨慎态度
		Adjusted EPS/\$（增速）	14.50-15.30 (13.4%-19.6)	14.65-15.15 (14.5%-18.5%)	15.00-15.20 (17.3%-18.8%)	13.90-14.10 (8.7%-10.2%)	14.00 9.5%	↓↓持平	
	Labcorp	收入/\$B（增速）	12.8-13.0 (4.7%-6.5%)	12.8-13.0 (4.8%-6.4%)	13.0-13.1 (6.4%-7.5%)	13.0-13.1 (6.6%-7.3%)	13.01 7.0%	↑持平	
		Adjusted EPS/\$（增速）	14.30-15.40 (5.5%-13.6%)	14.45-15.35 (6.6%-13.2%)	14.30-14.90 (5.5%-9.9%)	14.30-14.70 (5.5%-8.4%)	14.57 7.4%	↓↓持平	受Invitae的收购影响

资料来源：公司公告，华安证券研究所



海外CXO企业年报复盘

类型	公司	关键指标	2025FY 业绩指引		趋势	备注
			2024年报所示	2025一季报所修改		
药物发现及临床前 CRO	CRL	收入增速	(7.0)%-(4.5)%	(5.5)%-(3.5)%	↑	- DSA25Q1表现优于预期，公司提升全年指引。 - 中小Biotech连续两季度增长，Pharma25Q1收入下降。
		GAAP EPS/\$	\$4.30-\$4.80	\$4.35-\$4.85	↑	
CDMO	Lonza	CER sales growth	approaching 20%	/		Capex持续投入，预计投入收入的22%
		CORE EBITDA margin	approaching 30%	/		利润增速快于收入
临床CRO	IQVIA	收入/\$M（增速）	15725-16125 (2%-5%)	16,000-16,400 (4%-6%)	↑	《IRA》影响客户决策推迟、可支配支出减少、重新梳理管线 - Q1业绩超预期 - 受益于外汇顺风
		Adjusted EBITDA/\$M（增速）	3765-3885 (20%)	3,765-3,885 (20%)	持平	
		Adjusted EPS/\$（增速）	11.7-12.1 (5%-9%)	11.7-12.1 (5%-9%)	持平	
	MEDPACE	收入/\$M（增速）	2110-2210 (0.0%-4.8%)	2140-2240 (1.5%-6.2%)	↑	订单有所改善
		EBITDA/\$M（增速）	462-492 ((3.8)%-2.5%)	462-492 ((3.8)%-2.5%)	持平	
		Net Income/\$M（增速）	378-402 ((6.5)% - (0.6)%)	378-402 ((6.5)% - (0.6)%)	持平	
	ICON	收入/\$M（增速）	8050-8650 ((2.8)% - 4.4%)	7,750-8,150 ((6.4)%-(1.6)%)	↓	2025公司视为过渡期
		Adjusted EPS/\$（增速）	13-15 ((7.1)%- 7.1%)	12.75-14.25 ((8.9)%-1.8%)	↓	
	Labcorp	收入/\$B（增速）	13.88-14.05 (6.7%-8.0%)	13.88-14.05 (6.7%-8.0%)	持平	
		Adjusted EPS/\$（增速）	15.6-16.4 (7.1%-12.6%)	15.70-16.40 (7.7%-12.5%)	持平	

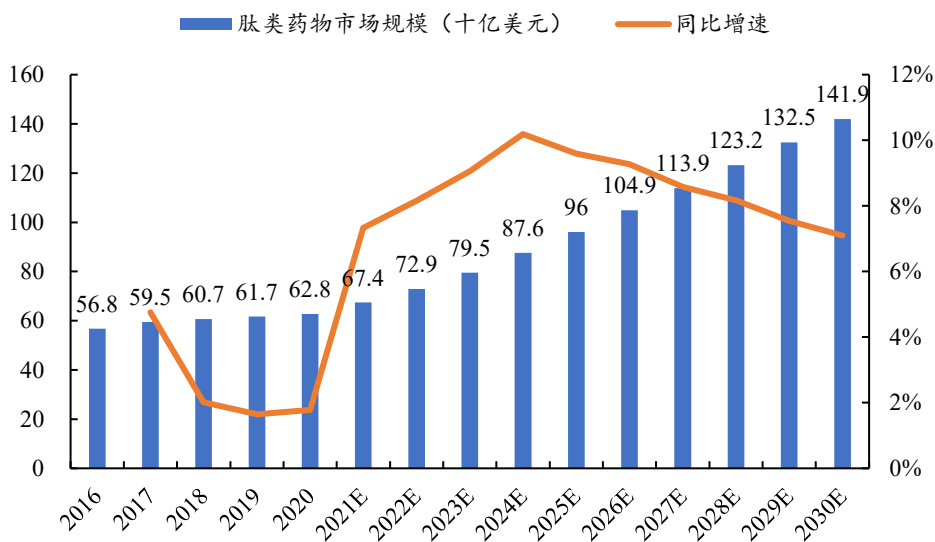
资料来源：公司公告，华安证券研究所



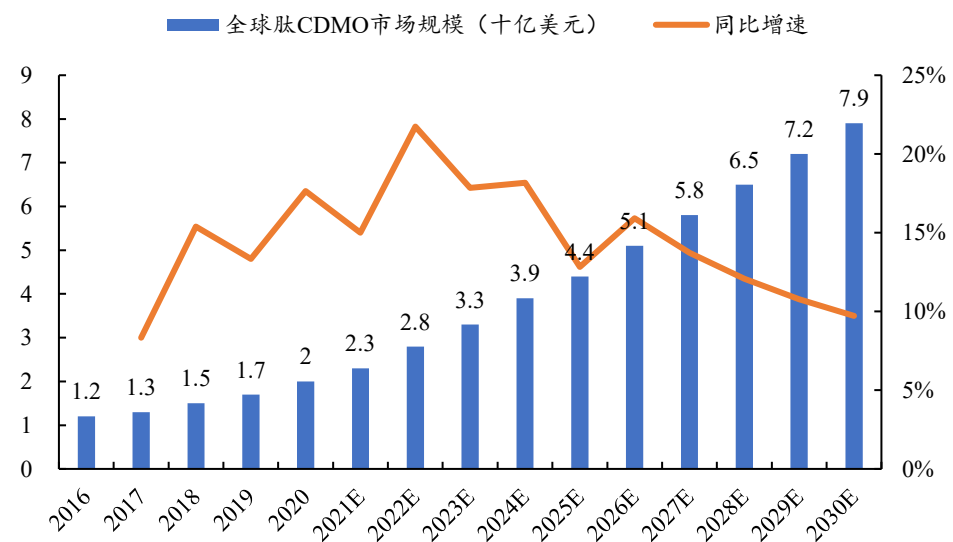
多肽药物市场规模较大，多肽产业链潜力突出

- 2016~2020年，FDA批准47款肽类药物，全球共获批约80种肽类药物，绝大多数均用于治疗糖尿病及其他代谢类疾病。2020年全球肽类药物市场规模达628亿美元，预计2025年将增至960亿美元，年复合增长率为8.8%。
- 根据沙利文数据，2016年全球肽CDMO市场为12亿美元，到2020年增至20亿美元，年复合增长率为13.3%。预计到2025年市场规模达44亿美元，2020~2025年复合增长率为17.7%。

全球肽类药物市场规模



全球肽类药物CDMO市场规模

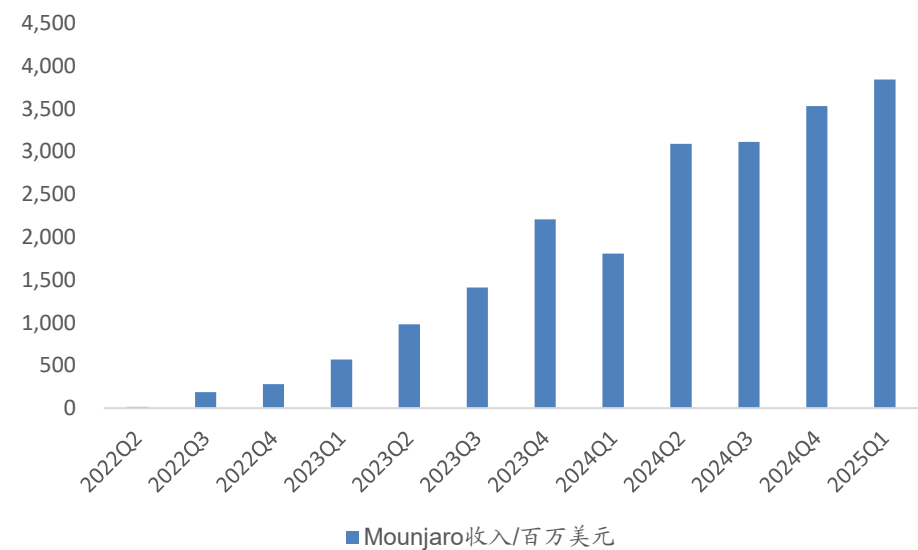




GLP-1 药物需求旺盛，助力礼来强劲增长

- 2025年，礼来公布2024年报与2025一季报，其中2024年公司实现营业收入450.43亿美元，同比增长32%；25Q1实现营业收入127.30亿美元，同比增长45%。推动业绩增长的新产品主要是Mounjaro（替尔泊肽，糖尿病药物）、Zepbound（替尔泊肽，肥胖适应症）等。
- Mounjaro（替尔泊肽）于2022年5月获批上市，改善2型糖尿病患者血糖控制。2022年该产品销售额约4.83亿美元，2024年全年实现销售额115.41亿美元，同比增长124%，增长显著。2025Q1，该产品销售额约达38.40亿美元，收入增长113%。
- Zepbound（替尔泊肽）于2023年11月上市，获批减肥减重适应症。2024年Q1为上市后首个完整销售季度，实现销售额5.17亿美元，24年全年销售额约49.26亿美元。1Q25销售23.10亿美元。

Mounjaro自上市起销售额情况



礼来25Q1维持全年业绩指引

	Prior	Updated	Comments
REVENUE	\$58.0 – \$61.0 billion	Unchanged	
PERFORMANCE MARGIN ¹			
(GAAP)	40.5% – 42.5%	Unchanged	
(NON-GAAP)	41.5% – 43.5%	Unchanged	
OTHER INCOME/(EXPENSE)			
(GAAP)	\$(700) – \$(600) million	\$(850) – \$(750) million	Driven by net losses on investments in equity securities
(NON-GAAP)	\$(700) – \$(600) million	Unchanged	
TAX RATE	Approx. 16%	Approx. 17%	Driven by the tax impact of the non-deductible acquired IPR&D charge incurred in Q1
EARNINGS PER SHARE ²			
(GAAP)	\$22.05 – \$23.55	\$20.17 – \$21.67	No changes to non-GAAP EPS, outside of Q1 acquired IPR&D charge of \$1.72 per share
(NON-GAAP)	\$22.50 – \$24.00	\$20.78 – \$22.28	

¹ The Company defines Performance Margin as gross margin less research and development, marketing, selling and administrative and asset impairment, restructuring and other special charges divided by revenue
² 2025 assumes shares outstanding of approximately 900.6 million
IPR&D = in-process research and development
FX assumptions of 1.06 (Euro), 152 (Yen) and 7.1 (Yuan)



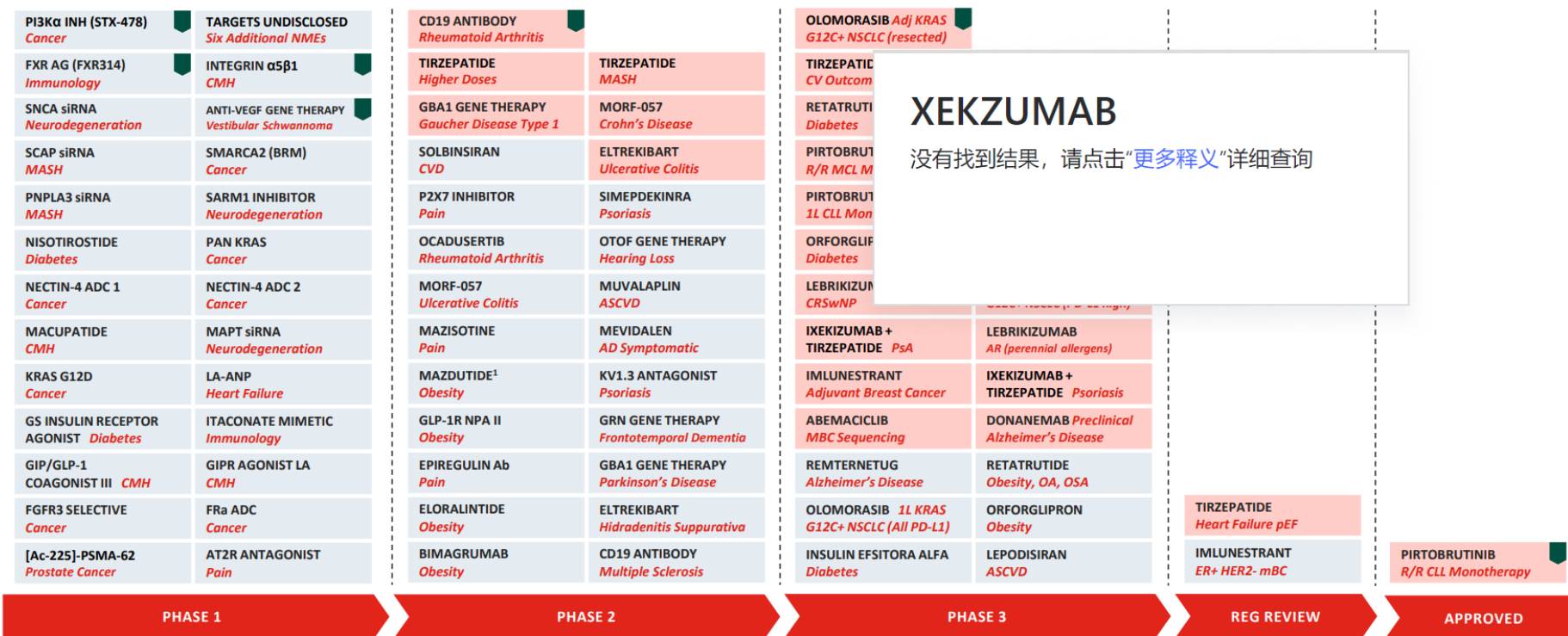
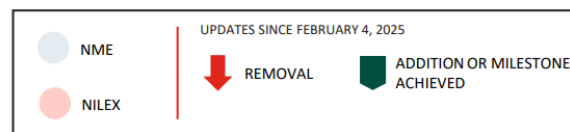
GLP-1 药物需求旺盛，助力礼来强劲增长

- 礼来持续拓展替尔泊肽适应症版图，除减肥和糖尿病还针对心血管疾病、慢性肾病、NASH等慢性病适应症进行布局。随着临床管线的推进及后续适应症的获批，替尔泊肽的市场空间有望进一步扩大。

礼来临床管线布局（截至1Q25）

Lilly Select NME and NILEX Pipeline

April 29, 2025

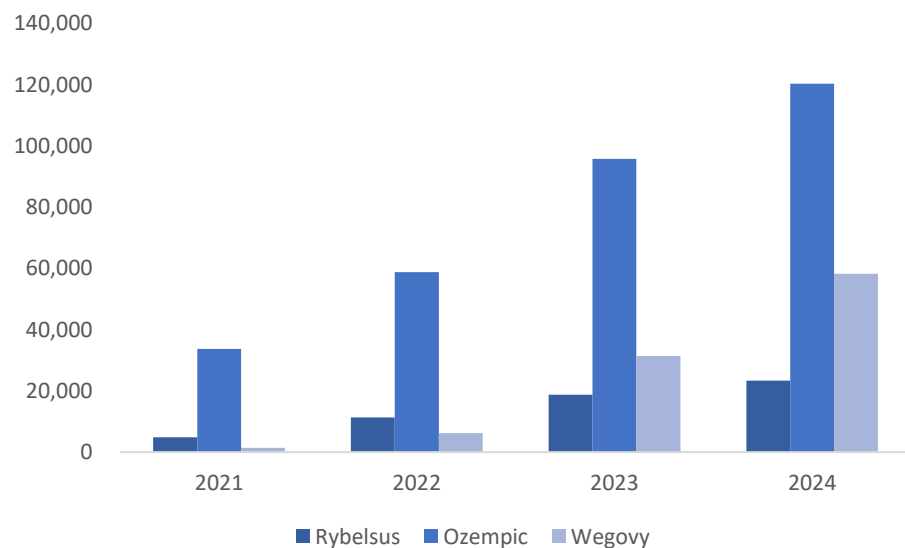




GLP-1 药物需求旺盛，司美格鲁肽放量显著

- 2025年，诺和诺德公布2024年报及25一季报，2024年公司实现营业收入约2904亿DKK (丹麦克朗)，利润达到1283 亿DKK，按固定汇率（CER）计算增长 26%。1Q25实现营业收入780.87亿DKK，同比增长19%，实现利润387.91亿DKK，同比增长22%，主要增长驱动力在于司美格鲁肽的快速放量。
- 诺和诺德GLP-1类产品持续增长。**24全年公司GLP-1类药物销售额1491.25亿DKK，同比增长22%。其中司美格鲁肽增长最为快速，司美格鲁肽目前有Rybelsus、Ozempic、Wegovy三个品牌，24年Rybelsus（用于降糖，口服片剂）销售额233.01亿DKK，同比增长24%；Ozempic（降糖，皮下注射制剂）销售额约1203.42亿DKK，同比增长26%；Wegovy（减重）增长更为显著，前四季度实现销售582.06亿DKK，同比增长86%。

诺和诺德GLP-1类产品销售情况（mm DKK）



诺和诺德2025业绩指引

	Expectations 5 February 2025
Sales growth - at CER	16% to 24%
Sales growth - reported	Around 3 percentage points higher
Operating profit growth - at CER	19% to 27%
Operating profit growth - reported	Around 5 percentage points higher
Financial items (net)	Loss of around DKK 9 billion
Effective tax rate	21% to 23%
Capital Expenditure (CAPEX)	Around DKK 65 billion
Free cash flow ¹	DKK 75 to 85 billion



多肽药物持续活跃，多肽产业链潜力突出

部分多肽产业链公司产能及订单情况梳理

业务类型	企业	备注
CDMO	药明康德	• TIDES 业务（主要为寡核苷酸和多肽）继续放量。 • 2024年全年TIDES业务收入达到人民币58.0亿元，同比增长70.1%。2025年第一季度TIDES业务收入达到人民币22.4亿元，同比增长187.6%； • 订单方面，24年全年TIDES在手订单同比增长103.9%。TIDES D&M服务客户数同比提升15%，服务分子数量同比提升22%。截至2025年3月末，TIDES在手订单同比增长105.5%。TIDES D&M服务客户数同比提升14%，服务分子数量同比提升25%。 • 产能方面，2024年末，多肽固相合成反应釜总体积增加至41,000L；预计2025年末多肽固相合成反应釜总体积将提升至超100,000L。
	凯莱英	• 产能方面，加速多肽业务拓展和产能建设。2024年末多肽固相合成产能约21,000L，预计2025下半年多肽固相合成总产能将达30,000L；2025年将新增一栋OEB5厂房和研发楼。 • 2025年第一季度公司多肽、寡核苷酸、ADC等增量业务，新兴业务收入同比增长超80%，毛利率33.05%，较去年同期有较为明显回升。 • 研发平台方面，持续推进新技术应用和工艺开发，Sandwich site，连续反应设备和技术平台开发能力成功引入实验室开发能力中，合成生物技术和酶催化等绿色先进制造技术也在同步准备和筹划中。
	九洲药业	• 2024上半年多肽偶联药物技术平台获得快速扩张，公司成立TIDES事业部。公司已经完成多肽平台和产能的布局规划，未来几年GMP产能将获得快速提升，以满足客户的需求。 • 产能方面，未来五年内公司将建成6条多肽GMP生产线，最终成品的产能达到2-3吨/年多肽产品的生产。公司积极推进多肽产能的扩充，投资1.45亿元启动多肽产能二期建设，并完成OEB5级高活车间的扩建。2024年公司已完成美国和中国两个场地的小核酸药物研发平台建设。目前，公司正加快推进小核酸GMP中试平台和GMP商业化车间建设。

资料来源：各公司公告，华安证券研究所



多肽药物持续活跃，多肽产业链潜力突出

部分多肽产业链公司产能及订单情况梳理

类型	企业	备注
原料药	诺泰生物	- 产能方面，第四代规模化吨级多肽生产车间601车间正式投产，实现多肽产能5吨/年，602多肽车间将于2025年上半年完成建设；制剂工厂多条生产线通过药品GMP符合性检查；寡核苷酸吨级商业化生产车间于2024年底正式动工，预计2025年10月完成建设。替尔泊肽、利拉鲁肽原料药生产线通过欧盟GMP符合性检查；连云港工厂接受美国FDA的cGMP飞行检查并第四次顺利通过；子公司诺泰诺和在成立两年后接受美国FDA的cGMP现场检查并顺利通过。2024年12月，公司与美国斯普瑞喷雾系统公司战略签约，将静电喷雾干燥技术应用于多肽及寡核苷酸原料药的商业化生产，以缩短生产周期，大幅提高多肽及寡核苷酸的生产效率。 25年Q1公司营业收入实现58.96%的增长，主要是公司多肽原料药等销售收入实现较大增长。 - 市场拓展：与头部企业建立深度合作，在拓展传统欧美市场的同时，已深度覆盖拉美、中东等新兴市场严肃医疗领域。2024年，签订国内多个重磅GLP-1创新药原料药及制剂战略合作；MNC重磅创新药ADC战略合作；MNC多肽动物创新药CDMO战略合作；重磅寡核苷酸CDMO战略合作；拉美口服司美格鲁肽原料药战略合作，并逐步达成北美、东南亚客户全方面合作；司美格鲁肽制剂全球战略合作；同多家国际仿制药企业达成替尔泊肽战略合作。
	圣诺生物	- 多肽原料药方面，公司为新药研发企业和科研机构提供了40余个项目的多肽创新药药学CDMO服务，其中2个品种获批上市进入商业化阶段，2个进入申报生产阶段，23个进入临床试验阶段。 - 产能方面，“工程技术中心升级项目”顺利结项，“年产395千克多肽原料药生产线项目”已经进入产线验证阶段；“制剂产业化技术改造项目”已经完成设备及车间公共系统的验证工作等；“多肽创新药CDMO、原料药产业化项目”的106车间已在年内投入使用。
	翰宇药业	2024年公司海外收入占比上升，多肽制剂及原料药业务海外销售持续放量，带动公司整体营业收入的增长。 - 生产方面，依托武汉、深圳坪山两个已打造完成多肽药物从原料药到制剂的研发与生产全产业链开发平台，提供从原料药到多种剂型的全程服务，满足从“小试→中试→商业化”的综合一站式CDMO/CMO需求及服务。 - 研发方面，在2024年公司利拉鲁肽制剂成功获得美国FDA批件，成为全球除原研外首家通过美国FDA认证的企业。目前公司已有14个美国DMF、5个欧盟DMF、5个欧盟CEP、14个中国DMF。公司从美国、德国、瑞士等国引进全自动多肽合成系统、快速微波多肽合成系统、大容量纯化系统等专用设备300多台（套）。

资料来源：各公司公告，华安证券研究所



- 1 业绩短期承压，已呈现环比改善趋势
- 2 2025经营端展望：海外持续修复，国内逐步企稳复苏
- 3 2025投资建议：高基数出清，CXO估值底部，情绪回暖支撑估值提升



凯莱英：一季报业绩表现亮眼，新兴业务快速增长

- **小分子业务已基本消化产能冗余，商业化项目储备充足。**2024年小分子业务实现45.71亿元，剔除大订单影响后同比增长8.9%，毛利率47.9%。公司小分子业务已基本消化大订单退潮带来的资源冗余，盈利水平也已恢复到历史上较好水平。其中1) 商业化CDMO实现收入28.04亿元，剔除大订单后同比增长4.2%。2024年交付商业化项目48个（新增8个）。2) 临床CDMO实现收入17.67亿元，同比增长17.2%。2024年交付临床阶段项目456个，其中临床III期项目73个（新增4个）。充裕的商业化项目储备为公司后续业绩增长提供坚实保障。
- **新兴业务趋势向好，部分业务将逐步进入交付期。**2024年新兴业务收入12.26亿元，同比增长2.3%，主要受国内市场持续低迷、部分业务仍处于产能爬坡期等因素影响，毛利率为21.7%，随着产能利用率的持续提升，2024年下半年毛利率已呈现向好的趋势。根据在手订单预计2025年新兴业务验证批阶段（PPQ）项目达13个，形成了充足的商业化订单储备。各细分板块均取得较好进展，1) 化学大分子业务在手订单同比增长超130%，其中海外订单同比增长超260%，预计25年板块收入将实现翻倍以上增长。产能建设快速推进，截至24年末多肽固相产能约21000L，预计2H25将达到30000L；2) 制剂业务在手订单同比增长30%，24年预充式注射器生产车间、卡式瓶生产车间、β内酰胺固体制剂车间启动建设，预计将于25年开始陆续投产；3) 临床CRO，24年新承接项目197个，24年末公司在执行临床研究项目269个。4) 生物大分子CDMO，24年新增15个ADC的IND项目和3个BLA项目。目前公司在手项目已接近60个，ADC项目占比已超过60%。
- **积极推动海外商业化产能拓展，海外布局初见成效。**2024年公司接管英国Sandwich Site，并于8月初正式投入运营，中试工厂在24Q4承接生产订单，目前已有多个生产订单顺利推进中。后续公司将以此为依托，进一步推进海外商业化产能布局，加快新技术在海外的推广和应用。
- **盈利预测：**我们预计2025-2027年公司实现营业收入65.65亿元、74.64亿元、85.45亿元，同比+13.1%/+13.7%/+14.5%（前次预测值为25-26年分别实现营业收入67.61亿元、78.07亿元）；实现归母净利润11.02亿元、12.38亿元、14.18亿元，同比+16.1%/+12.3%/+14.6%（前次预测值为25-26年分别实现归母净利润11.63亿元、12.81亿元）。维持“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧风险、回款不及预期风险、汇兑损益风险、地缘政治风险、客户需求恢复不及预期风险等。

具体报告请见2025年4月25日发布公司点评凯莱英（002821）：《一季报业绩表现亮眼，新兴业务快速增长》。



阳光诺和：STC007达成授权合作，重视创新管线资产价值

- **STC007达成授权合作。**25年7月公司发布公告，公司与上海乐旷惠霖医药科技有限公司于近期就共同开发STC007（镇痛适应症）达成合作并签署相应的《技术开发（合作）合同》，里程碑付款累计总金额2亿元（含税）。项目处于临床三期阶段，估值10亿元，授权20%权益，首付款1亿元，待达到研发节点后支付1亿元里程碑款。
- **STC007临床二期有效性与安全性表现良好，市场潜力较大。**STC007为外周kappa受体的选择性激动剂，能有效阻断和抑制痛感信号的传递，从而产生镇痛的作用。拟用于腹部手术后的中、重度疼痛治疗。根据临床二期数据，与安慰剂组相比，能够有效改善腹部术后疼痛中度至重度受试者的术后0-24小时的静息和运动状态下的疼痛评分，减少挽救治疗药物使用量，镇痛效果与阳性对照药盐酸曲马多注射液相当。STC007注射液总体的安全性和耐受性良好，未发现新的安全性信号、未发生严重不良事件，总的不良事件发生率和严重程度低于阳性对照药和安慰剂，常见的恶心、呕吐等不良事件发生率在相同作用机制的药物中处于较低水平。若项目研发成功并顺利获批，将有望为公司带来持续稳定的现金流，进一步增厚公司利润。
- **创新管线储备丰富，重视创新管线价值。**公司现已储备丰富的创新研发管线，其中一类创新药中，STC007镇痛适应症已处于临床三期阶段，尿毒症瘙痒的适应症也已进入临床二期阶段；STC008治疗晚期实体瘤相关的肿瘤恶液质已进入临床一期阶段；与艺妙神州合作研发的ZM001治疗中重度SLE已处于临床一期。此外还有多项改良型新药进展较快，目前已有3款口服缓释制剂临床，另有4款计划25年提交IND。
- **收购整合朗研生命，进一步完善产业链布局。**公司发布公告拟通过发行股份及可转换公司债券方式购买朗研生命100%股权，将充分发挥公司创新药研发优势，并结合朗研生命在高端化学药、原料药等领域的丰富生产经验，以优化产品管线孵化流程，从而加速项目的推进。
- **投资建议：**考虑到公司签署《技术开发（合作）合同》，将增厚业绩，我们预计2025-2027年营收为13.06/15.87/18.41亿元（前次预测为12.90/15.13/17.81亿元），同比+21.1%/21.5%/16.0%；预计2025-2027年归母净利润为2.36/3.07/3.45亿元（前次预测为2.13/2.56/3.04亿元），同比+32.8%/30.3%/12.4%。维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧，新药研发失败风险，订单交付不及预期等。

具体报告请见2025年7月3日发布公司点评阳光诺和（688621）：《STC007达成授权合作，重视创新管线资产价值》。



药康生物：收入稳步增长，费用投放加大等因素致利润承压

- **国内新产能接近满产，持续优化发货体系以降低成本。**国内设施完成现已覆盖所有国内生物医药产业集群，公司在江苏南京、江苏常州、广东佛山、四川成都、北京大兴、上海宝山运营七大型生产设施，合计产能约28万笼。其中北京大兴、上海宝山、广东药康二期设施合计产能约8万笼，2024年产能利用率已逐步提升至接近满产状态。各单体设施均已组建自有运输车队，形成了24h/48h/72h时效圈，快速响应客户需求。同时，2024年下半年通过对发货体系和运输路线优化，进一步降低运输成本。
- **海外业务快速增长，加大海外市场拓展。**2024年公司海外市场实现收入1.14亿元，同比增长22.48%。公司以自建销售渠道为主，已组建约40人BD团队，覆盖北美、欧洲及亚太三大区域，并在非核心区域借助代理商提高海外市场的覆盖广度和覆盖速度。产能方面，除美国SanDiego设施外，公司已对欧洲区域产能进行规划，将在欧洲合适地点租赁动物设施并尽快投入运营。随着公司海外业务的持续推进，有望进一步提升公司在全球的品牌知名度。
- **研发保持高强度投入，丰富实验动物模型品类。**2024年公司研发投入0.87亿元，占营业收入比例为12.69%。公司持续丰富、更新小鼠品系，研发项目涵盖了自免、心血管、代谢、精神神经、肿瘤、罕见病等多个领域疾病。同时2024年公司战略性入股灵康生物，进入实验猪领域，前瞻性布局下一代试验动物模型。
- **盈利预测：**我们预计公司2025~2027年营收分别为8.00/9.20/10.51亿元，同比增长16.5%/15.0%/14.2%；归母净利润分别为1.33/1.66/1.94亿元，同比增长21.3%/24.9%/16.5%。维持“买入”评级。
- **风险提示：**基因编辑通用技术升级迭代风险；实验动物管理风险；新产品动物模型研发风险；市场放量不及预期风险；工业端恢复不及预期风险。



风险提示

- 创新药研发不及预期的风险；
- 原材料成本上涨风险；
- 投融资持续波动风险；
- 国际汇率变动风险；
- 地缘政治与贸易冲突风险；
- 技术人才紧缺和人才流失的风险。



重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。